

# **Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille**

**Olivier Davanne**

## Les obligations d'Etat en 2019 (8)

- **Ces calculs sont utiles, mais attention l'approche fondamentaliste « pur » peut être dangereuse à court terme.**
  - Les marchés ont leur propre scénario sur les taux courts futurs et les primes de risque jugées nécessaires.
  - Pourquoi convergeraient-ils rapidement vers notre « bon » scénario?
  - A court terme, recherche des (i) surprises (ii) trends/flux structurels et (iii) mouvements techniques (prises de profit/stop loss).
- **Un rapide tour d'horizon...**
  - Surprises: Oui, mais dans quel sens.... Beaucoup d'incertitudes cette année. Mais plutôt un risque de banques centrales plus strictes qu'attendu (salaires, volonté de normalisation des politiques...). Pas le sens des derniers jours....
  - Trends/flux structurels: rien de remarquable chez les chartistes (à ma connaissance). Mais impact du dégonflement du bilan de la Fed?
  - Mouvements techniques: Ces marchés semblent assez sains, sans fortes positions tactiques de fondamentalistes ou chartistes (cela n'était pas le cas il y a quelques mois).
  - In fine, léger biais à la hausse des taux à court terme (surtout aux US)?
- **Prévisions...**
  - Un an, analyse fondamentaliste pure **corrigée parfois d'une mauvais prise en compte par le marché des « vraies » primes de risque...**

Prévisions "illustratives" sur les taux longs				
	Actuel	3 mois	un an	Long terme
US	3,1%	3,3%	3,4%	3,0%
ZE (bund)	0,4%	0,5%	1,0%	1,3%

## La parité \$/euro en 2019 (1)

- L'approche « fondamentaliste pure ».

$$e = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{(1+r_i^*)^i (1+pr)^i}$$

- **Rappel:**

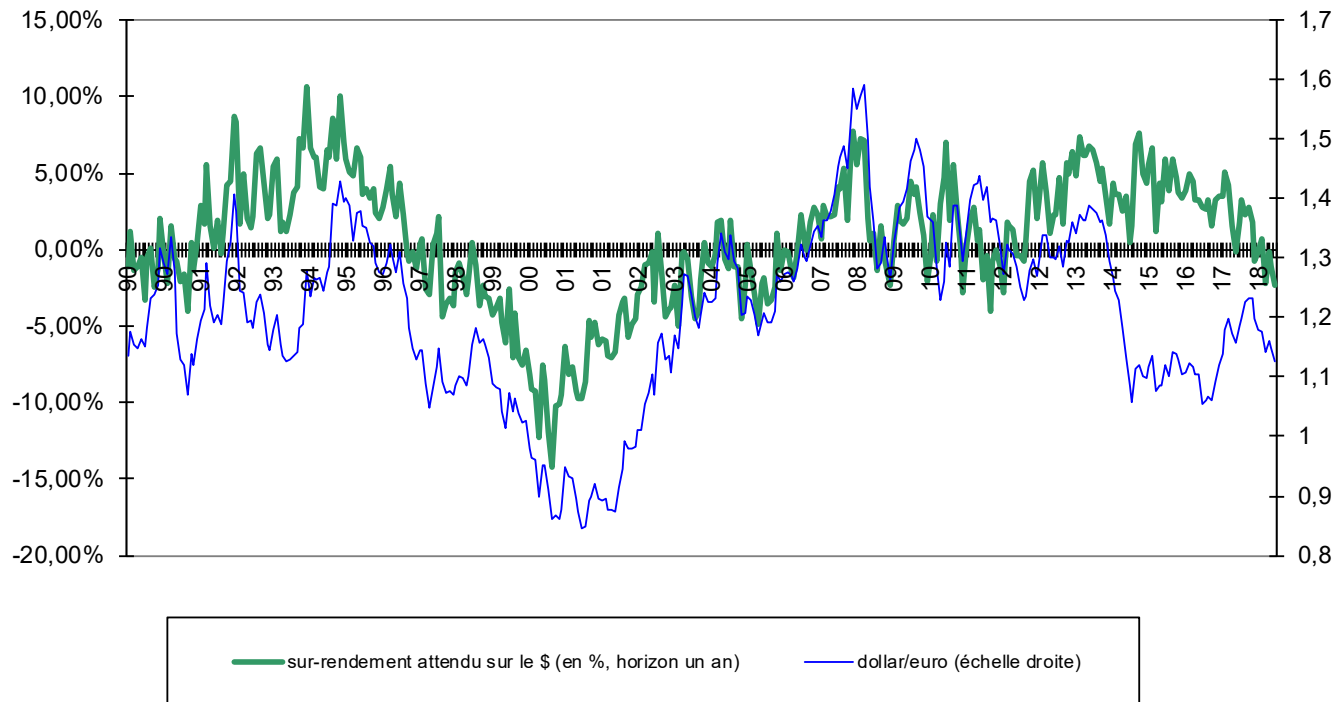
- Horizon? Entre 5 et 10 ans. Prenons  $i = 7$ .
- Taux de change réel d'équilibre correspondant à un taux de change actuel dans une fourchette 1,10-1,20 \$/€. Prenons 1,15 \$/€.
- Taux longs réels issus de nos projections (en prenant les indexés pour les taux actuels et des hypothèses raisonnables d'inflation anticipée).

Prévisions "illustratives" sur les taux longs réels				
	Actuel	3 mois	un an	Long terme
US	1,1%	1,3%	1,3%	0,5%
ZE (bund)	-1,1%	-1,0%	-0,5%	-0,7%

- **Paradoxalement, le marché le plus facile pour les fondamentalistes: après le change réel de long terme, la discussion se concentre sur la prime de risque.**
  - Avec une prime de risque nulle, le bon niveau actuel du dollar serait 0,99 \$/€
  - Spread de taux réel de 2,2% cumulé sur 7 ans.

## La parité \$/euro en 2019 (2)

- Rappel: les primes de risque révélées par les « consensus forecasts » sur les placements courts.



- Quelles primes de risque futures en moyenne sur 5-10 ans?
  - Question difficile car elles semblent très variables!

### Prime de risque sur le dollar tirée du consensus

Jan 2013-Avril 2018	3,9%
Mai-Novembre 2018	-0,9%

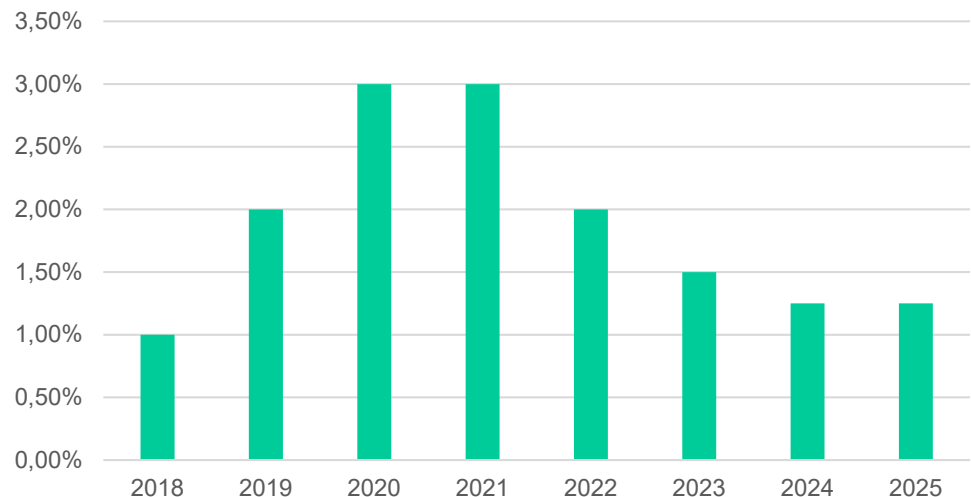
## La parité \$/euro en 2019 (3)

- **Quelles primes de risque futures en moyenne sur 5-10 ans?**
  - Depuis quelques mois, les primes de risque sur le dollar bénéficient de la « crise » italienne et de la peur d'une guerre commerciale (favorable au dollar? Très discutabile...).
  - Mais la tendance précédente était à la hausse liée à la croissance de la dette extérieure.
  - Retour à la tendance précédente (prime autour de 4%...) à l'avenir avec le recul des inquiétudes actuelles et l'apparition d'inquiétudes sur la croissance US?
  - **Rappel: pour l'estimation des taux courts d'équilibre, nous avons accepté l'idée d'une prime de risque de 1,5% sur les placements courts en dollars (1,25% sur les placements longs).**

- **Calculs illustratifs:**

- avec une prime de risque sur le dollar ayant un profil en cloche (augmentation liée aux déficits US et retour à l'équilibre): **prime « forward looking » à prendre en compte de 2%.**

Hypothèse illustrative pour le profil de la prime obligataire \$/€



## La parité \$/euro en 2019 (4)

### ■ Résultat illustratif:

- « Fondamental » actuel à 1,13 \$/€ avec équilibre à 1,15 \$/€, 2,2% de spread de taux réels en faveur du dollar, mais 2% de prime de risque contre lui.
- Avec prise en compte d'une inflation un peu plus élevée aux US (d'où la dérive du taux de change à long terme).

Analyse "fondamentaliste pure" de la parité \$/€		
Actuel	Dans un an	Dans 7 ans
1,13	1,17	1,19

■

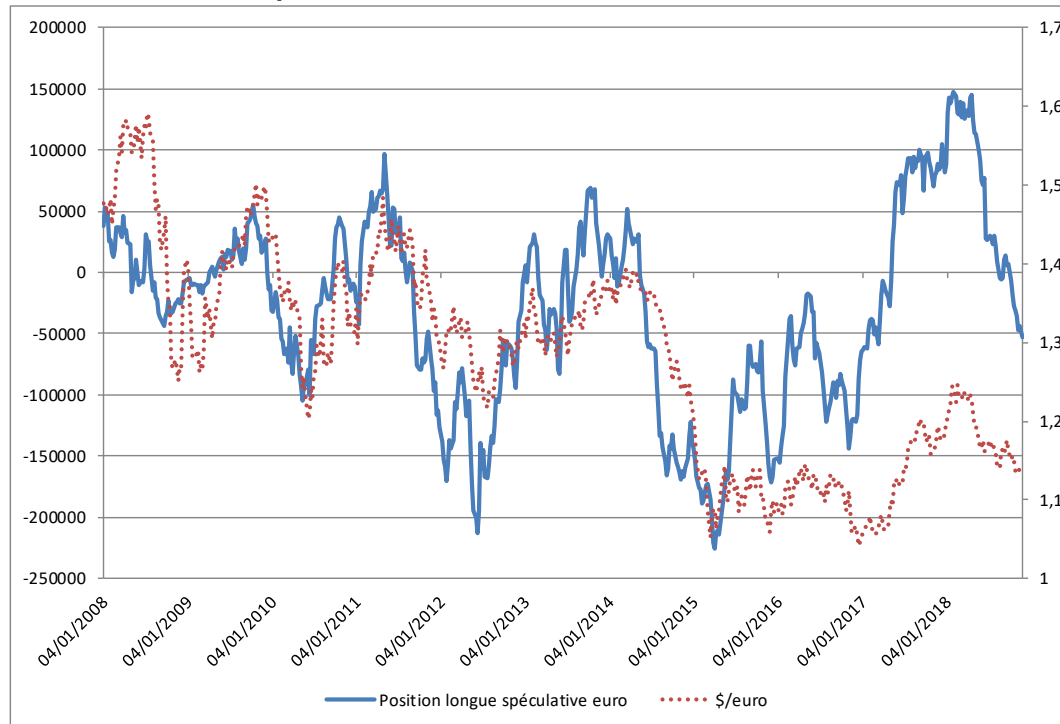
### ■ Le court terme:

- Surprises: Oui, mais lesquelles... Position fondamentaliste sceptique « neutre ».
- Les flux. Excédent massif de la balance courante de la zone euro....
- Et les positions?

# La parité \$/euro en 2019 (5)

## ■ Analyse contrarian, les positions:

- Un des indicateurs les plus suivis est celui des positions dites non-commerciales – i.e. hors secteur bancaire - prises sur le CME (position nette en nombre de contrats, acheteurs d'euro contre vendeurs d'euro).
- Positions assez neutres, après avoir été massivement en faveur de l'euro début 2018.



- **Prévisions... Question difficile: Quelle valorisation du risque par les marchés dans un an?**

### Prévision illustrative sur la parité \$/€

Actuel	Dans 3 mois	Dans un an	Dans 7 ans
	1,14	1,17	1,23
			1,19

## *Digression: marchés « sains » et « malades »*

---

- **Un marché sain est un marché contrôlé par les investisseurs « fundamentalistes » (vrais investisseurs à long terme ou investisseurs benchmarkés raisonnant sur une base fondamentaliste « pure »).**
  - Pas de trend très visible.
  - Peu de mouvements techniques.
  - Réponse rationnelle aux nouvelles.
  - Volatilité limitée (mais pas absente: l'overshooting est rationnel dans un monde de déséquilibre économique!!).
  - Le paradis du « fondamentaliste sceptique ».
- **Pourquoi les vrais fundamentalistes perdent parfois la main?**
  - L'ennemi du fondamentaliste, ce sont les flux structurels/changements de primes de risque.
  - Il a du mal à les absorber et peut capituler...
  - De plus, il peut sous-estimer leurs conséquences et se tromper sur la valeur fondamentale... (les obligations depuis quelques années, le change aujourd'hui?).
  - Le marché devient instable. Il arrive même que le marché réagisse de façon incohérente aux nouvelles (dans la phase de capitulation des fundamentalistes purs).
  - **Inquiétudes quand il y a un mouvement de primes de risque qui ne semble pas repéré par les marchés.**
  - Le marché des changes en 2019-2020?